

学校编码: 10384

学 号: 17920131151034



分类号\_\_\_\_\_密级\_\_\_\_\_

UDC\_\_\_\_\_

廈門大學

碩 士 學 位 論 文

环境信息披露与分析师乐观偏差

ENVIRONMENTAL DISCLOSURE and  
ANALYST OPTIMISTIC BIAS

赵 波

指导教师姓名: 吴红军 副教授

专 业 名 称: 工商管理(MBA)

论文提交日期: 2016 年 月

论文答辩时间: 2016 年 月

学位授予日期: 2016 年 月

答辩委员会主席: \_\_\_\_\_

评 阅 人: \_\_\_\_\_

2016 年 月

厦门大学博硕士论文摘要库

# 厦门大学学位论文原创性声明

本人呈交的学位论文是本人在导师指导下,独立完成的研究成果。本人在论文写作中参考其他个人或集体已经发表的研究成果,均在文中以适当方式明确标明,并符合法律规范和《厦门大学研究生学术活动规范(试行)》。

另外,该学位论文为(污染型企业环境信息披露与融资动机及其后果)课题(组)的研究成果,获得( )课题(组)经费或实验室的资助,在( )实验室完成。(请在以上括号内填写课题或课题组负责人或实验室名称,未有此项声明内容的,可以不作特别声明。)

声明人(签名):

年 月 日

# 厦门大学学位论文著作权使用声明

本人同意厦门大学根据《中华人民共和国学位条例暂行实施办法》等规定保留和使用此学位论文，并向主管部门或其指定机构送交学位论文（包括纸质版和电子版），允许学位论文进入厦门大学图书馆及其数据库被查阅、借阅。本人同意厦门大学将学位论文加入全国博士、硕士学位论文共建单位数据库进行检索，将学位论文的标题和摘要汇编出版，采用影印、缩印或者其它方式合理复制学位论文。

本学位论文属于：

（        ） 1. 经厦门大学保密委员会审查核定的保密学位论文，于  
年    月    日解密，解密后适用上述授权。

（        ） 2. 不保密，适用上述授权。

（请在以上相应括号内打“√”或填上相应内容。保密学位论文应是已经厦门大学保密委员会审定过的学位论文，未经厦门大学保密委员会审定的学位论文均为公开学位论文。此声明栏不填写的，默认为公开学位论文，均适用上述授权。）

声明人（签名）：

年    月    日

## 摘 要

随着我国公众环境意识日益觉醒,企业环境保护责任愈发成为公众与媒体关注的焦点,如何履行环境保护责任成为企业不可回避的问题。由于外部人无法观察到企业实际环保行为和环境绩效,企业环境信息披露遂成为各方博弈的中心。

中国现行制度,较少强制企业披露环境信息,但现实中,我们可以看到许多上市公司在年报中大量披露环境信息。企业披露环境信息的动机是什么?会产生什么后果?已有研究很少触及企业环境信息披露的经济后果,特别是对分析师的影响。本文希望通过揭示上市公司环境信息披露与分析师乐观偏差的关系,丰富非财务信息披露经济后果的文献。

本文选取 2009 至 2013 年 A 股重污染行业上市公司的 4242 个披露样本,构建环境信息披露与分析师乐观偏差的度量模型,据此研究环境信息披露对分析师乐观偏差影响。

本文共分为六个部分:第一章阐明本文研究背景、意义、内容、框架、方法;第二章回顾国内外对环境信息披露动机以及分析师乐观偏差的理论研究成果;第三章通过理论分析提出研究假设;第四章介绍数据来源,样本构成,定义相关变量,对样本进行描述性统计和相关系数检验并简要分析;第五章运用 OLS 回归研究环境信息披露与分析师乐观偏差,国有企业环境信息披露与分析师乐观偏差之间关系;第六章总结全文,指出本文研究结论,研究局限及今后研究方向。

研究表明,环境信息披露不仅仅为公众了解上市公司提供了更多的信息,同时因其异质披露的特性,提高了分析师乐观偏差。这种情况在国有企业中更加显著,可能是因为国有企业的社会责任报告更具有可信性。论文丰富了非财务信息披露的经济后果研究文献。

**关键词:** 环境信息披露; 分析师; 乐观偏差

## **Abstract**

As Chinese public pay more attention on environmental issues, public and media focus on the corporate environmental responsibility, how to fulfill the environmental responsibility becomes the required question to companies. Because the outsiders could not observe the real activities and performance, environmental disclosure works as the key point.

Nowadays, there are few rules for mandatory environmental disclosure in China. But we have found many listed companies disclosing environmental information. Why did they do so? What are the consequences? Few researches deal with economic consequences of corporate environmental disclosure, especially the influence for stock analyst. The author hopes to enrich the articles about the economic consequences of nonfinancial disclosure by bringing to light the relation between listed companies environmental disclosure and analyst optimistic bias.

This paper chooses 4242 disclosing samples of A share heavy pollution enterprises to construct the model which calculates and measures environmental disclosure and analyst optimistic bias. Based on the result, this paper will also study the influence of environmental disclosure on analyst optimistic bias.

This paper is divided to six parts. Chapter one: Introduce the topic backdrop, purpose and meaning of research and research framework. Chapter two: Review the relevant theoretical research results of the motivation of environmental disclosure and analyst optimistic bias; Chapter three: Propose research assumption through theory analysis; Chapter four: Introduce the data sources, sample constitution, then define the factors, present the descriptive statistics and correlation coefficients test of sample pool; Chapter five: Utilize OLS regression model to study the relation between listed companies environmental disclosure and analyst optimistic bias, the relation between state-owned listed companies environmental disclosure and analyst optimistic bias; Chapter six: Summarize the above contents and indicate the result, limitation and future research direction.

Empirical study result indicates that environmental disclosure could not only offer

more information for public to know list companies, but also provide an effective way for list companies catering investors' preference for investment, for its characteristics of heterogeneous disclosure. In the reality, analyst optimistic bias does be influenced by environmental disclosure.

**Keywords:** Environmental Disclosure; Analyst; Optimistic Bias

## 目 录

<b>第一章 绪论 .....</b>	<b>1</b>
<b>第一节 研究背景及意义 .....</b>	<b>1</b>
一、研究背景 .....	1
二、研究意义 .....	1
<b>第二节 研究内容和框架 .....</b>	<b>3</b>
<b>第三节 研究方法 .....</b>	<b>5</b>
<b>第四节 本文可能的贡献 .....</b>	<b>6</b>
<b>第二章 国内外文献回顾 .....</b>	<b>7</b>
<b>第一节 企业披露环境信息的动机 .....</b>	<b>7</b>
一、信息不对称理论 .....	7
二、合法性理论 .....	8
三、印象管理理论 .....	9
四、信号理论 .....	10
五、迎合理论 .....	10
<b>第二节 企业信息披露与分析师乐观偏差 .....</b>	<b>11</b>
一、主观动机 .....	12
二、客观原因 .....	13
<b>第三节 国内研究文献综述 .....</b>	<b>14</b>
一、企业环境信息披露动机 .....	14
二、企业信息披露与分析师乐观偏差 .....	15
<b>第四节 小结 .....</b>	<b>16</b>
<b>第三章 环境信息披露对分析师乐观偏差的影响 .....</b>	<b>17</b>
<b>第一节 环境信息披露提高了分析师预测的乐观偏差 .....</b>	<b>17</b>
<b>第二节 环境信息披露提高分析师乐观偏差在国有企业中更显著 .....</b>	<b>18</b>
<b>第四章 研究设计 .....</b>	<b>19</b>
<b>第一节 数据来源和样本构成 .....</b>	<b>19</b>



一、样本选取原则 .....	19
二、样本选取步骤 .....	19
三、选取实例 .....	20
<b>第二节 变量定义 .....</b>	<b>20</b>
一、分析师乐观偏差指标 .....	20
二、解释变量 .....	21
<b>第三节 控制变量 .....</b>	<b>24</b>
<b>第四节 样本描述 .....</b>	<b>26</b>
一、描述性统计 .....	26
二、相关系数检验 .....	34
<b>第五章 实证结果与回归分析 .....</b>	<b>38</b>
第一节 环境信息披露与分析师预测乐观偏差检验 .....	38
第二节 国有企业环境信息披露对分析师乐观偏差影响检验 .....	41
第三节 额外检验 .....	43
一、全样本数据检验 .....	43
二、个体样本数据检验 .....	45
第四节 稳定性检验 .....	46
一、环境信息披露与分析师乐观偏差的内生性检验 .....	46
二、上市公司自愿环境信息披露与分析师乐观偏差 .....	47
<b>第六章 结论与展望 .....</b>	<b>51</b>
第一节 研究结论 .....	51
第二节 研究局限及后续展望 .....	51
<b>参考文献 .....</b>	<b>53</b>
<b>致 谢 .....</b>	<b>58</b>

## Contents

<b>Chapter One Introduction</b>	<b>1</b>
Session 1 Background and Research Purpose	1
Session 2 Research Framework	3
Session 3 Research Method	5
Session 4 Potential Innovation	6
<b>Chapter Two Literature Review</b>	<b>7</b>
Session 1 The Motivation of Environmental Disclosure	7
Session 2 Disclosure and Analyst Optimistic Bias	11
Session 3 Domestic Literature Review	14
Session 4 Summarize	16
<b>Chapter Three the Influence of Environmental Disclosure on Analyst Optimistic Bias</b>	<b>17</b>
Session 1 The Motivation of Environmental Disclosure	17
Session 2 Disclosure and Analyst Optimistic Bias	18
<b>Chapter Four Research Design</b>	<b>19</b>
Session 1 Sample and Data Selection	19
Session 2 Variables Definition	20
Session 3 Control Variables	24
Session 4 Statistics Description	26
<b>Chapter Five Empirical Research and Regression Analysis</b>	<b>38</b>
Session 1 Environmental Disclosure and Analyst Optimistic Bias	38
Session 2 State-owned Listed Companies Environmental Disclosure and Analyst Optimistic Bias	41
Session 3 Additional Analyses	43
Session 4 Robustness Tests	46
<b>Chapter Six Conclusions and Suggestions</b>	<b>51</b>
Session 1 Conclusions	51
Session 2 Deficiencies	51
<b>References</b>	<b>53</b>
<b>Acknowledgments</b>	<b>58</b>

## 第一章 绪论

### 第一节 研究背景及意义

#### 一、研究背景

现实中，我们可以看到许多上市公司在年报、企业社会责任报告中大量地披露环境信息，但披露水平参差不齐。企业环保是重要的社会事项。然而对企业环境信息披露的经济后果，特别是对分析师的影响，已有研究很少触及。本论文希望通过揭示上市公司环境信息披露与分析师乐观偏差的关系，丰富非财务信息披露经济后果的文献。

环境信息披露是指企业披露其运营过程中所有与自然环境有关的信息。由于外部人无法直接介入微观层面的生产经营活动，也就难以直接观察到企业的实际环保行为和环境绩效，从而更多依赖对企业披露的环境信息解读来寻找能够反映企业生产经营真实状况的有效信息，企业环境信息披露遂成为各方博弈的焦点。

分析师，作为外部投资者的代表，对于公司未来发展情况、盈利能力的预测主要基于可获得的公司信息，分析师需要通过对被投资公司信息的全面分析，为投资人提供专业投资建议，帮助投资人获得收益。而分析师作为公司的外部人，除收集研究对象财务信息，研究对象的非财务信息同样也可以为他们的研究提供有效信息。在现实中，分析师往往也会受到所接收信息，以及市场环境、交易冲动（交易带来的佣金增长）等各种各样因素影响，那么企业披露环境信息是否会给分析师的预测带来影响？环境信息披露是否会导致分析师的预测更加乐观？这是本论文关心的议题。

#### 二、研究意义

一方面，上海证券交易所和深圳证券交易所都在积极推动上市公司履行社会责任并自发披露相关信息：上交所在 2008 年发布了《上海证券交易所上市公司环境信息披露指引》，在 2009 年发布了《〈公司履行社会责任的报告〉编制指引》，深交所在 2006 年出台《深圳证券交易所上市公司社会责任指引》，鼓励上市公司主动编制、披

露包括环境信息在内的社会责任报告。

另一方面，让我们深感好奇的是，中国现行制度强制企业披露环境信息的规定很少，除了官方鼓励因素之外，企业披露环境信息的动机是什么？会产生什么后果？企业环境信息披露，一般都是报告正面信息，是否会影响到分析师的主观感受，造成乐观偏差？这些问题都成为当前学术界研究热点。

通过回顾前人的工作，我们认识到，企业规范和正确的行为，可能带来心理效应，其正面效应会得到放大：

首先，企业内外部之间信息不对称(Information Asymmetry)是带来企业权益资本成本高低的重要原因之一，而为了减少信息不对称，进而降低权益资本成本，在常规的财务信息披露之外，企业有动力对外披露更多非财务信息（Dan S. Dhaliwal et al., 2011）。对于重污染行业企业而言，环境信息披露作为重要的非财务信息，它的披露可以展示企业面临的环保风险大小，有效降低信息不对称，从而满足外部投资者、利益相关方对于重污染行业企业环保信息的需求。中国股市中存在明显的“同涨同跌”现象，表明个股异质性信息普遍地披露不足。此时积极进行信息披露的企业可能获得更多市场乐观预期。

其次，虽然能够正常营业的重污染行业上市公司，肯定在环保方面已达到国家标准。但考虑到企业环境信息披露是有成本的，包括收集、公布信息的直接成本，以及法律诉讼或监管行动带来的损失，声誉损失，投资人信心丧失等的间接成本，企业之所以宁可承担或显性或隐性的披露成本，仍然大量披露环境信息，实际上是向外传达某种信息——企业积极追求良好的环境绩效，这正是投资者所喜欢的。因为未来的环保管制会越来越严格，只有拥有良好环境绩效的企业才能健康发展。与此同时，这些作为被分析对象的公司也同样有强烈动机通过主动披露非财务信息的形式，进行“印象管理”（Impression Management），即提供更多正面、积极的公司信息，从而保护、提升公司形象和声誉。在这样的正面形象之下，公众更愿意与公司发生经济往来，购买它的产品（Reggy Hooghiemstra, 2000）。随着各类正面、积极的环境信息披露数量不断增加，分析师预测显然也更容易倾向于乐观。

再次，理性投资者的观念正如巴菲特所言：“如果你不愿意拥有一只股票十年，那就不要考虑拥有它十分钟”。所以投资者喜欢大量披露环境信息的企业，认为它们经营规范，并能够健康发展。研究发现伴随着社会发展水平的不断进步，投资人，

尤其是机构投资者，在做出投资决策时，除了单纯考察投资对象的财务指标，也越来越多地关注企业社会责任表现，并更愿意购买那些社会责任披露水平更高企业的股票（Graves, S., Waddock, S., 1994; Mackey, Alison et al., 2007）。分析师在某种程度上可以视作投资人代表，他们应当也会越来越多地关注投资对象社会责任表现。类比于股利分配领域“迎合理论”（Catering Theory）观点：管理层往往根据投资人分红偏好决定股利发放水平（Baker, M., 2004），有的企业为提高股价，迎合投资者意愿，从而大量披露环境信息，影响投资者的对自己的印象。分析师受其影响，认为这些企业是“好孩子”，从而形成乐观偏差。我们可以大胆假设，公司披露环境信息的内容必然更多倾向于正面、积极等投资人喜闻乐见的信息，从而引导分析师对公司未来表现做出更加乐观的预测。而类似研究已经应用于分析投资者情绪和备考利润表披露之间的关系（Brown, Nerissa C. et al., 2012）。

但在另一方面，企业进行环境信息披露，表明企业实实在在地进行了环保投资。而环保投资的外部性，决定了企业的产品成本会高于没有进行环保投资的企业，这可能导致分析师对企业业绩产生悲观的预期偏差。中国企业环境信息披露的大部分内容都是自愿性披露（吴红军，2014）。我们发现，人们对自愿性环境信息披露存在真实性、全面性和可比性的疑问，由于大体上属于自愿性非财务信息披露，从而使环境信息披露的作用同样产生不确定性。因此环境信息披露对分析师的影响是一个需要实证检验的问题，这也是本研究意义所在。本文将尝试建立两者关系之间的理论模型，并通过实证数据，进一步验证之前的逻辑关系推导，即以公司环境信息披露为研究对象，分析非财务信息披露与分析师乐观偏差之间的关系。

## 第二节 研究内容和框架

从某种程度上说，卖方分析师可以代表投资者，或者显著影响投资者价值判断（Nichols 1989; Schipper 1991; Bercel 1994; Walther 1997）。本文目的意在分析重污染行业上市公司环境信息披露对分析师乐观偏差有何影响，主要包括：企业环境信息披露是否导致了分析师预期更加乐观？国有企业环境信息披露是否显著导致分析师乐观偏差？希望通过本文的研究，能使我们对国内上市公司环境信息披露与投资者决策之间关系有一个更深刻的认识。

文章共分为六部分，具体内容安排如下：

第一章为绪论。本章对论文的研究背景及意义进行了阐释，介绍了论文的研究内容、框架、研究方法，以及本文的主要贡献。

第二章为国内外文献回顾。本章分别对环境信息披露动机、公司信息披露与分析师乐观偏差的相关文献进行了回顾，为后续研究做好理论准备。

第三章为公司环境信息披露对分析师乐观的影响。本章在对国内外文献回顾基础上，提出环境信息披露提高了分析师预测的乐观偏差、企业环境信息披露提高分析师乐观偏差在国有企业中更显著。

第四章为研究设计。本章对研究数据来源、样本构成、因变量、自变量、控制变量做了说明。并对样本做了描述性统计和相关系数检验。

第五章为实验结果与回归分析。本章根据假设建立了实证模型，并利用收集到的数据进行了回归分析，最后进行了稳健性检验。

第六章为结论及展望。本章对论文的研究结论做了总结，同时提出了本文的研究局限及后续展望。

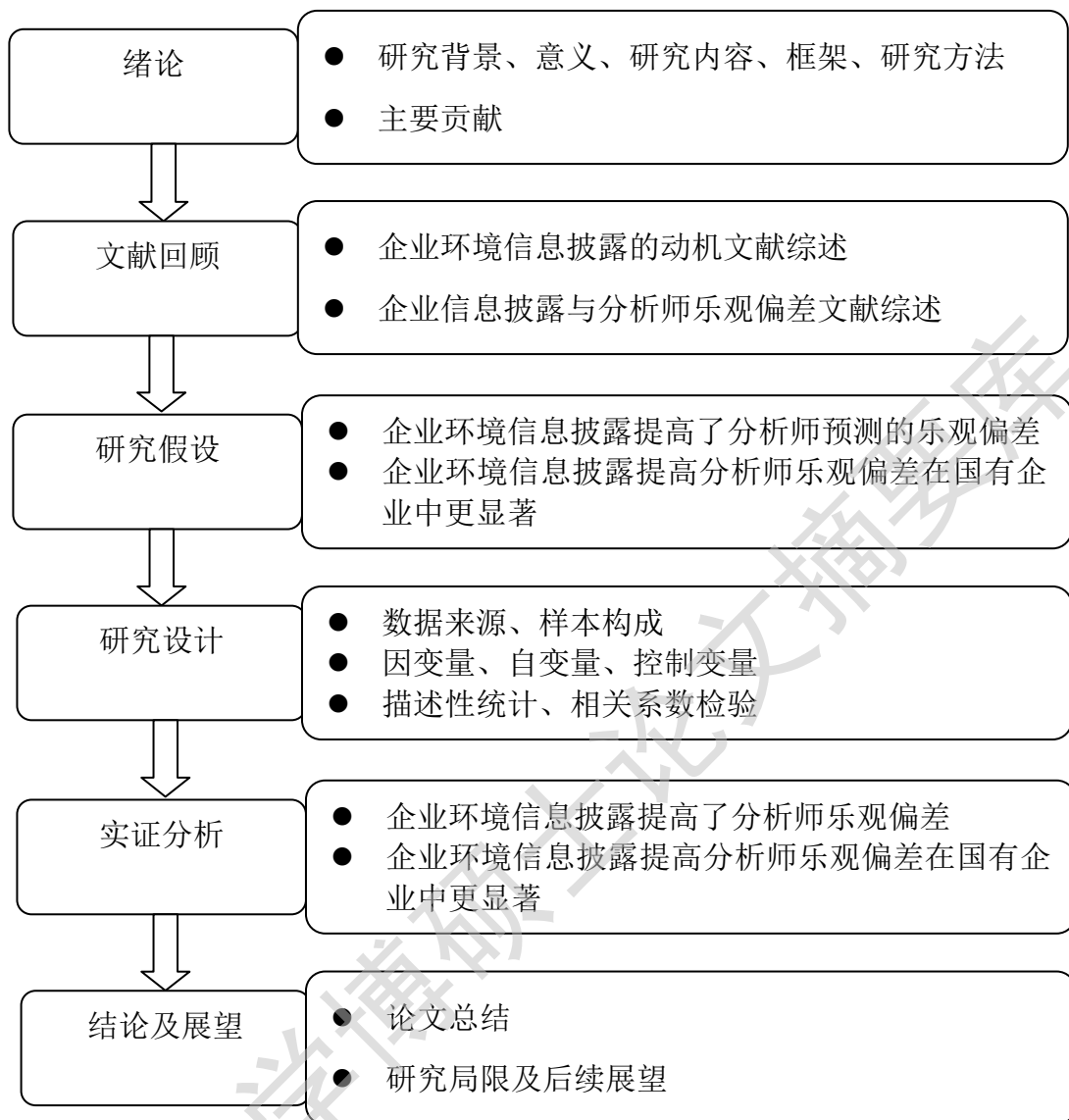


图 1-1 论文研究框架图

### 第三节 研究方法

本文主要采用理论思辨与实证检验相结合的研究模式。首先，我们根据先前文献，结合中国的情境，对企业环境信息披露与分析师乐观偏差之间关系进行逻辑上的推导，提出论文的研究假设。其次采用多元回归模型，利用中国上市公司数据，对理论假设进行检验。

在变量测度方面，本文采用内容分析法来量化企业的披露水平，具体地说，通过巨潮资讯网（<http://www.cninfo.com.cn/>）收集了 2009 年至 2013 年沪、深两市

重污染行业上市公司年报、社会责任报告（或可持续发展报告等）（简称 CSR 报告）。我们借鉴 Peter M. Clarkson et al.（2008）设计的《环境政策、表现、投入披露质量指数化评估表》，根据上市公司《年报》和 CSR 报告中披露的环境信息，采用内容分析法为重污染行业上市公司环境信息披露情况打分。

#### 第四节 本文可能的贡献

第一，本文构建了上市公司环境信息披露与分析师乐观偏差之间逻辑关系的实证模型。随着近年来环境议题不断受到大众关注，相关研究日益受到学术界重视，本文通过对环境信息披露数据的整理分析，研究了两者之间关系，丰富了该领域研究，也为监管部门完善信息披露制度提供了可能的参考。

第二，本文较为全面地对 2009 至 2013 年沪、深两市重污染行业上市公司环境信息披露进行系统性量化统计。本文借鉴前人研究成果，以文本分析为基础，手工整理了连续 5 年的环境信息披露数据，基本涵盖了两市重污染行业上市公司，对环境信息披露领域研究做了有益的补充。

第三，本文以我国上市公司为研究对象，基于环境信息披露证据，论证并检验了上市公司非财务信息披露对证券分析师乐观偏差的影响，对分析师系统性乐观偏差成因的解释提出了一个较为新颖的视角。

第四，本文基于理论分析和实证检验结果，进一步验证了上市公司非财务信息披露，尤其是环境信息披露在我国资本市场的地位和作用，也为我国上市公司今后更好履行社会责任，更高水平开展环境信息披露提供了一些有益建议。



Degree papers are in the “[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)”.

Fulltexts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to [etd@xmu.edu.cn](mailto:etd@xmu.edu.cn) for delivery details.